

Q4 收入增 58%，迎内外双机遇

买入|维持

——嘉必优 2022 年度业绩快报点评

● 事件

2月27日，公司公告2022年度业绩快报。2022年，公司实现总收入4.33亿元(+23.44%)，归母净利润1.09亿元(-15.47%)，扣非归母净利润0.74亿元(-11.12%)。22Q4，公司实现总收入1.60亿元(+58.27%)，归母净利润0.31亿元(+11.58%)，扣非归母净利润0.19亿元(+30.23%)。

● 22Q4 收入提速增长，重投入短暂影响净利率

1) 国内外双重机遇逻辑验证，公司22Q4收入提速增长。22Q4，公司收入高基数下仍实现提速增长，我们估计主要来自国内新国标订单放量及海外新拓展大客户的贡献。

2) 加大投入计深远，净利率短期受影响。2022年，公司归母净利率为25.08%，同比-11.54pct，扣非归母净利率为17.11%，同比-6.65pct；22Q4，公司归母净利率为19.24%，同比-8.05pct，扣非归母净利率为12.00%，同比-2.58pct，降幅环比缩窄。公司归母净利率同比有所下降，主要由于：

a) 公司2022年实施股权激励，计提股份支付费用（公司股权激励草案中预计2022年摊销的股份支付费用约为2,534.04万元）；

b) 公司加大对新产品、新业务的市场开拓力度，销售费用同比提升；

c) 公司产品结构及客户结构变化，综合毛利率有所降低。

● 国内机遇：奶粉新国标落地在即，ARA&DHA 需求高增

奶粉新国标，已于2023年2月22日正式实施，对于ARA&DHA的添加要求提高，需求预计较大幅度增长，22Q4公司收入提速增长已初步验证。以飞鹤、伊利近期的配方群作为样本观察，飞鹤的ARA/DHA添加量分别平均增加约38%/46%，伊利平均分别增加约64%/129%。目前飞鹤、伊利、惠氏、君乐宝等大客户的新配方陆续注册获批，市场上奶粉产品正在逐步向新国标转换，预计2023年ARA&DHA需求有望继续放量增长。

● 海外机遇：帝斯曼专利即将到期，ARA 海外空间大幅增长

根据公司与“全球ARA龙一帝斯曼”于2015年签订的《和解协议》等，公司在欧美、东南亚、澳大利亚等地区销售受到较大限制，但到2023年6月，帝斯曼全球ARA专利即将全面到期。在目前海外销售受限的情况下，公司ARA全球市占率仍有14.53%，在帝斯曼专利到期后，公司ARA全球市占率提升空间大。

● 新产能即将落地，支撑需求增长

公司扩产项目将于23Q1前陆续投产，达产后公司ARA、DHA油剂产能将分别达570吨、555吨，较目前提升36%、429%，并新增粉剂产能1500吨（其中ARA、DHA分别新增900、600吨），增加粉剂产品供应能力，扩大在婴幼儿配方乳粉方面的市场份额。

● 投资建议

公司是国内ARA&DHA龙一，以合成生物学技术立身，受益于2023年奶粉新国标落地、帝斯曼ARA全球专利全面到期。我们预计公司2022-2024年归母净利分别为1.09/1.61/2.17亿元，增速为-15.37%/47.54%/35.17%，对应2月27日PE分别为57/38/28X（市值62亿元），维持“买入”评级。

● 风险提示

竞争过剧风险、大非减持风险、政策调整风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	323.46	351.11	432.11	574.60	773.87
收入同比(%)	3.82	8.55	23.07	32.97	34.68
归母净利润(百万元)	130.59	128.58	108.82	160.56	217.02
归母净利润同比(%)	10.50	-1.54	-15.37	47.54	35.17
ROE(%)	9.91	9.31	7.50	10.24	12.61
每股收益(元)	1.09	1.07	0.91	1.34	1.81
市盈率(P/E)	47.23	47.97	56.68	38.42	28.42

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元): 53.70 / 26.04

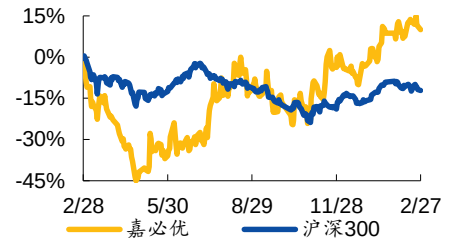
A股流通股(百万股): 65.23

A股总股本(百万股): 120.00

流通市值(百万元): 3353.07

总市值(百万元): 6168.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-嘉必优(688089)深度报告：自主可控，枕戈待旦》2022.11.11

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆
执业证书编号 S0020522110001
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1123.14	994.85	914.68	955.94	1067.37
现金	847.32	664.47	553.87	483.20	434.26
应收账款	128.50	151.08	186.00	253.97	343.78
其他应收款	36.65	37.87	47.79	62.76	85.05
预付账款	3.17	4.53	5.76	7.33	9.86
存货	65.48	74.86	102.27	128.67	173.63
其他流动资产	42.03	62.04	18.99	20.01	20.78
非流动资产	259.68	453.64	612.22	702.49	764.45
长期投资	16.92	19.92	81.53	89.68	98.65
固定资产	148.27	135.17	298.22	334.98	320.30
无形资产	14.54	13.15	11.13	8.67	6.40
其他非流动资产	79.95	285.40	221.35	269.16	339.10
资产总计	1382.82	1448.49	1526.90	1658.43	1831.82
流动负债	52.32	59.95	65.75	79.82	95.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	24.53	31.43	37.83	51.71	67.58
其他流动负债	27.79	28.53	27.92	28.11	28.01
非流动负债	6.98	6.72	6.85	7.28	6.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.98	6.72	6.85	7.28	6.95
负债合计	59.30	66.68	72.60	87.10	102.54
少数股东权益	5.59	0.79	3.37	3.37	8.52
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	870.72	844.82	844.82	844.82	844.82
留存收益	327.92	416.90	486.12	603.15	755.94
归属母公司股东权益	1317.93	1381.02	1450.93	1567.96	1720.76
负债和股东权益	1382.82	1448.49	1526.90	1658.43	1831.82

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	145.88	103.29	125.24	85.69	118.15
净利润	134.94	131.29	111.40	160.56	222.17
折旧摊销	26.01	23.39	40.68	65.87	79.54
财务费用	2.53	-3.95	-18.23	-15.51	-13.72
投资损失	-16.93	-9.85	-13.39	-16.07	-16.87
营运资金变动	-3.44	-43.60	-34.66	-101.88	-150.29
其他经营现金流	2.78	6.01	39.44	-7.28	-2.67
投资活动现金流	-80.48	-250.37	-214.74	-128.55	-116.47
资本支出	33.10	173.43	150.15	75.08	50.30
长期投资	56.77	88.86	90.83	71.46	84.93
其他投资现金流	9.40	11.91	26.24	17.98	18.76
筹资活动现金流	-63.95	-39.37	-21.10	-27.81	-50.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-25.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-63.95	-13.47	-21.10	-27.81	-50.61
现金净增加额	0.52	-188.26	-110.60	-70.67	-48.93

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	323.46	351.11	432.11	574.60	773.87
营业成本	145.49	175.28	238.36	306.23	399.99
营业税金及附加	4.60	5.01	2.77	3.45	4.64
营业费用	14.62	17.69	43.21	45.97	61.91
管理费用	27.05	24.49	45.37	51.71	61.91
研发费用	20.38	30.95	37.14	44.56	49.02
财务费用	2.53	-3.95	-18.23	-15.51	-13.72
资产减值损失	-4.57	4.51	-1.17	-0.41	0.98
公允价值变动收益	3.02	0.99	0.80	0.96	1.16
投资净收益	16.93	9.85	13.39	16.07	16.87
营业利润	124.20	117.16	98.03	156.06	229.76
营业外收入	41.10	38.87	36.75	34.75	32.86
营业外支出	7.57	3.96	5.76	4.86	5.31
利润总额	157.73	152.06	129.02	185.95	257.31
所得税	22.80	20.77	17.62	25.39	35.14
净利润	134.94	131.29	111.40	160.56	222.17
少数股东损益	4.35	2.72	2.58	0.00	5.15
归属母公司净利润	130.59	128.58	108.82	160.56	217.02
EBITDA	152.74	136.60	120.48	206.42	295.57
EPS (元)	1.09	1.07	0.91	1.34	1.81

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	3.82	8.55	23.07	32.97	34.68
营业利润 (%)	25.74	-5.67	-16.32	59.19	47.22
归属母公司净利润 (%)	10.50	-1.54	-15.37	47.54	35.17
获利能力					
毛利率 (%)	55.02	50.08	44.84	46.71	48.31
净利率 (%)	40.37	36.62	25.18	27.94	28.04
ROE (%)	9.91	9.31	7.50	10.24	12.61
ROIC (%)	28.76	19.04	10.47	15.87	21.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	4.29	4.60	4.75	5.25	5.60
净负债比率 (%)	0.00	1.25	0.58	0.72	0.51
流动比率	21.47	16.59	13.91	11.98	11.17
速动比率	20.06	15.32	12.21	10.24	9.24
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.25	0.29	0.36	0.44
应收账款周转率	2.33	2.21	2.36	2.48	2.46
应付账款周转率	6.72	6.26	6.88	6.84	6.71
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.09	1.07	0.91	1.34	1.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.22	0.86	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	10.98	11.51	12.09	13.07	14.34
估值比率					
P/E	47.23	47.97	56.68	38.42	28.42
P/B	4.68	4.47	4.25	3.93	3.58
EV/EBITDA	34.71	38.81	44.00	25.68	17.94

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188